



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

汇率聚焦

研究报告

2011 年 8 月 1 日

研究部

李琳

分析师, SAC 执业证书编号: S0080511010008
lilin@cicc.com.cn

日元当前的强劲水平难以持续 卖空日元的好时机

主要观点¹:

投资策略: 卖出日元买入美元 1 年期远期合约。当前日元的水平提供了进入该策略的好时机。

近期日元为什么大幅升值? 7 月份以来日元对美元大幅升值约 5%, 目前美元兑日元为 76.8。

- ▶ 美元贬值是背景。由于美国国内近期就上调债务限额和削减赤字相持不下, 投资者对美国政府债务违约的担心和美国经济表现低于预期等因素使得美元承压 (今年第二季度美国经济年化环比增长仅为 1.3%)。
- ▶ 美元与日元中长期利差对日元走势有很大影响。近来, 由于市场具有较大不确定性, 投资者的青睐使得美国中长期国债利率下降, 2 年期美国和日本国债利差位于约 0.2 百分比的极低水平, 抬升了日元相对美元的价值。
- ▶ 日本经济数据相对预期较好的表现 (例如 6 月份贸易余额, 零售以及新房开工数据等) 使日元名义有效汇率升值。

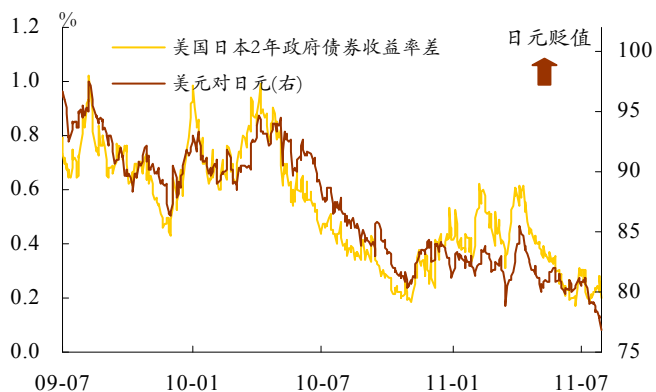
日元当前的强劲水平难以持续, 中期有贬值压力:

- ▶ 美元与日元中长期利差将会扩大, 带给日元贬值压力。一方面, 日本极度宽松的货币政策将长期持续。虽然日本价格指数年同比在过去的几个月勉强维持在大于零的水平, 6 月份通胀约为 0.2%, 除去食物和能源的核心通胀为 0.1%, 但是日本经济中长期固有的诸多结构性因素 (例如人口老龄化等) 和长期通缩的历史, 使得日本真正走出通缩的困境, 日本有必要在较长时间内维持极低的利率环境。另一方面, 美元中长期利率 (2 年期) 有望提升。随着全球经济的进一步复苏和对希腊债务问题担忧的减轻, 不确定性将有所缓和, 目前被压抑的美元利率会被提升。根据白宫管理预算办公室对 2012 年美国财政赤字占 GDP 比重 7% 的预计, 大量国债将会被发行。在第二轮量化宽松于 6 月结束后, 失去了大买家美联储的情况下, 美国国债收益率将会有小幅上涨。
- ▶ 2008 年经济危机以来, 日本由出口带动的经济复苏受到今年 3 月份的地震打击而重新陷入衰退, 前瞻的看, 随着供应链的改善和重建需求, 经济将自第三季度重新回到复苏的通道。但是由于外部环境前景较之前恶化, 日本出口增长将受到压力, 日本经济前景也将较之前的预期暗淡。对作为日本主要出口商品目的地的美国, 中金海外宏观组最新下调其 2011 年经济增长到 1.8% (之前 2.4%)。
- ▶ 日本央行干预外汇市场使日元贬值的可能性增大。过度强劲的日元可能产生使日本产业空心化的恶果。由于日本出口带动的经济增长模式, 虽然昂贵的日元使得进口较为便宜, 但降低了出口商品的竞争力。为避免日本企业潜在的将制造业部分转移出日本的行为, 日本财务省在近期发出新一轮对日元单边上涨的警告。

美国债务上限谈判结果的潜在影响: 如果谈判能如期达成共识, 最为可能的结果是 ‘里德方案’ 和 ‘博纳方案’ 之间的某种妥协。那么美元的可能会在短期反弹, 但由于美国经济复苏乏力, 美元反弹有限并且不能持续; 如果未能如期达成共识, 谈判还需更多时间, 日元可能在短期内有被动升值的压力。

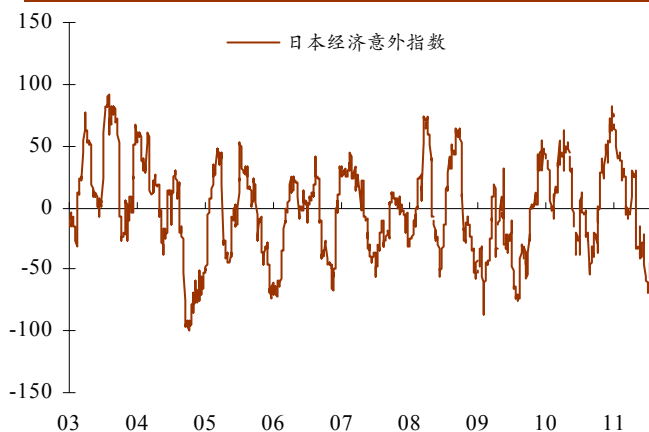
1、其他报告贡献人: 张娜

图表1：近期美国与日本利率差缩小导致日元走强



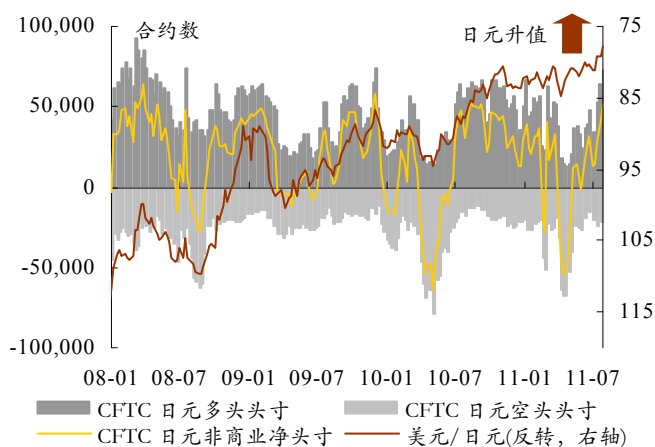
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表2：好于预期的经济数据支持近期日元走强



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表3：日元多头头寸持续增加



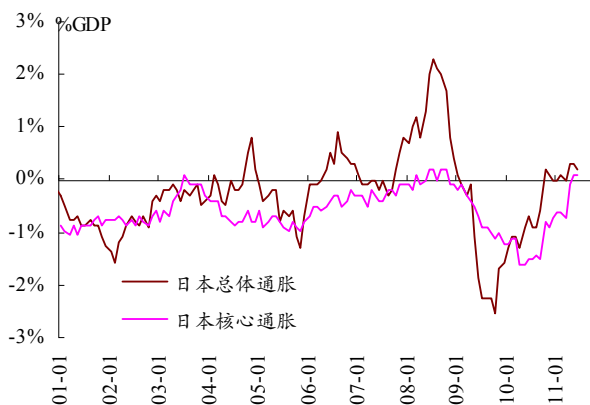
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表4：日本经常账户盈余下降



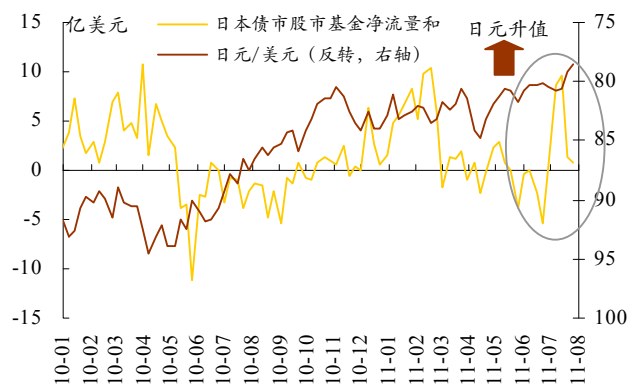
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表5：能否走出通缩的困境？



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表6：日本资本市场资金流出将使日元走弱



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

